

## 后续卷螺价差有望重新走高，布局 01 正当时

盛佳峰

黑色研究员

投资咨询编号：Z0013489

联系电话：0571-28132639

邮箱：525108901@qq.com

张鹏程

黑色研究员

执业编号：F3034110

联系电话：0571-28132639

邮箱：3120376565@qq.com

信达期货有限公司

CINDA FUTURES CO., LTD

杭州市文晖路108号浙江出版物资  
大厦1125室、1127室、12楼和16楼

全国统一服务电话：

4006-728-728

信达期货网址：www.cindaqh.com

### 核心逻辑

- 季节性来说 01 合约是螺纹的淡季，热卷对应的旺季，两者价差在下半年会季节性走高（**核心逻辑**）。
- 成本约束，一般热卷的生产成本较螺纹高 200，卷螺价差打到一定程度后会出现铁水转移修复价差，但高利润下钢厂对成本敏感度减弱，可能拉长修复过程。

### 风险因素

- 中美贸易战导致热卷出口、家电产品等出现较大下滑
- 环保严格执行分类限产，对螺纹产量的影响大于热卷
- 热卷产能投放超预期

### 策略

- 标的选择：做多 1901 卷螺价差
- 入场： 0 左右或者热卷总库开始去库，螺纹累库
- 止损：-50 左右
- 止盈：第一目标位 200，第二目标位 300

## 一、策略背景

在国内去杠杆、中美贸易战7月份开打的背景下，国内经济内忧外患，宏观经济下行压力增大，而政府部门也看到了这样的风险，在7月初再次降准0.5个百分点，并在7月底国务院常务会议上指出积极的财政政策要更加积极，稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理宽裕，政策面出现积极信号。而另一方面，国内环保政策如火如荼，从6月份的徐州到7月的唐山，环保政策亦对黑色系的行情造成了比较大的干扰。在宏观经济不确定加大、环保政策扰动的环境下，钢材期货的单边行情难以把握，因此我们退而求其次，通过发掘产业链的套利机会来有效的对冲宏观、环保的不确定性，在纷繁复杂的行情中获得较为可观的收益。

## 二、策略原理

### 1. 套利原理

- 01 合约，螺纹与热轧季节性需求的差异。
- 螺纹与热卷生产成本差异，铁水转移有利于价差修复。
- 可以将上游焦炭、铁矿价格上涨的风险对冲掉。
- 对冲环保，宏观，同时房地产投资、基建投资增速与制造业投资的分叉带来结构性机会。

### 2. 合约的选择

我们从现货卷螺价差的全年表现来看，可以看到全年做多卷螺价差大概有两段，第一段是5月上旬-6月上旬，由于梅雨等影响导致螺纹需求下滑，而热卷需求影响较小，因此这段时间卷螺价差是走高的；另一段时间是11月-次年1月，由于天气原因，螺纹需求进入淡季，而热卷下游汽车等消费进入旺季，导致较为明显的需求季节性差异。从时间把握上来看，5月上旬-6月上旬时间跨度相对较短，幅度相对较小，不易把握；而反观11月-次年1月的这波卷螺价差的机会，时间跨度相对较长，且幅度可观，更容易把握，因此我们更倾向于把握下半年这波卷螺价差走高的机会。

那么我们为什么会选择01合约作为我们的标的合约呢？如果将上述时间段内01, 05, 10合约的卷螺价差拉出来看，我们可以看出01合约在趋势性上无疑是最好的，这可能和01合约上螺纹、热卷需求的劈叉有关。

图 1：卷螺现货价差

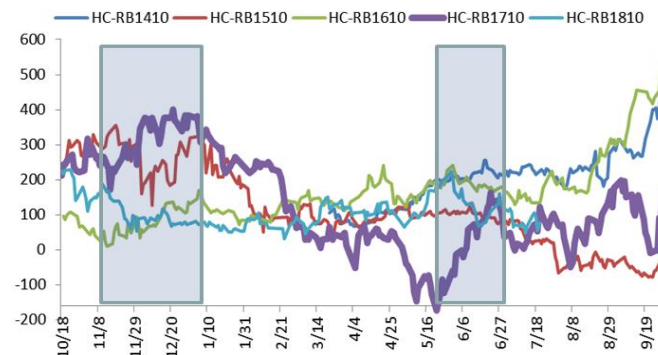
单位：元/吨



资料来源：信达期货研发中心

图 2：10 卷螺价差

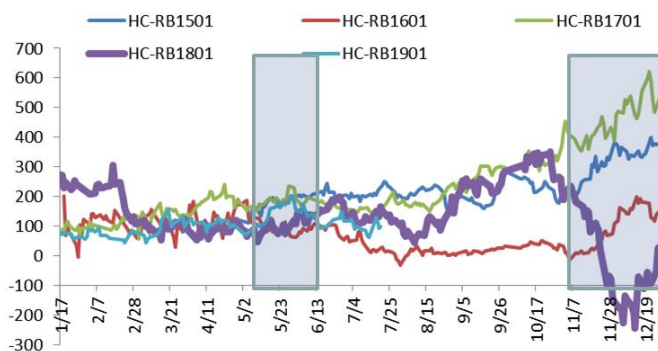
单位：元/吨



资料来源：信达期货研发中心

图 3：01 卷螺价差

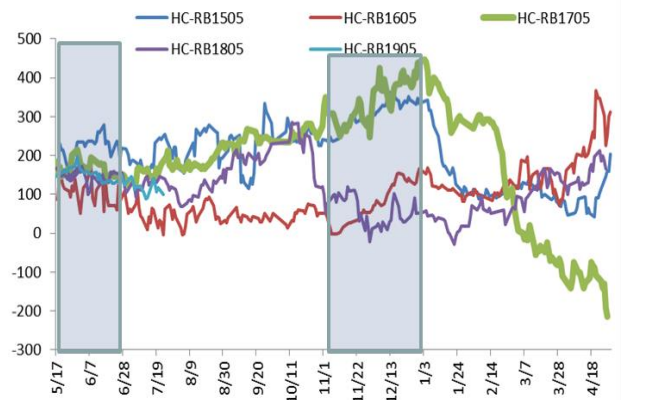
单位：元/吨



资料来源：信达期货研发中心

图 4：05 卷螺价差

单位：元/吨



资料来源：信达期货研发中心

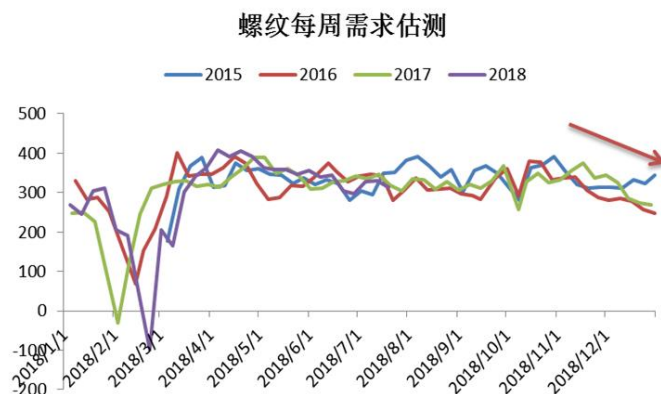
### 三、策略主要逻辑

#### 1.01 合约存需求季节性差异，卷螺差可走高

从螺纹的需求季节性来说，01 合约往往是螺纹需求的淡季，主要是因为北方地区天气转冷之后，建筑施工逐步停滞，需求萎缩，从我们估算的螺纹每周的需求来看，临近年底，需求大概在 11 月份就会开始回落，与此同时对应的是螺纹总库存开始累积，螺纹阶段性进入供大于求的状态。而把东北、华北地区螺纹的社库拉出来看，我们也可以验证上述说法，东北地区在 11 月初就开始累库，而华北也在 11 月中下旬进入累库阶段。

图 5: 螺纹每周需求估测

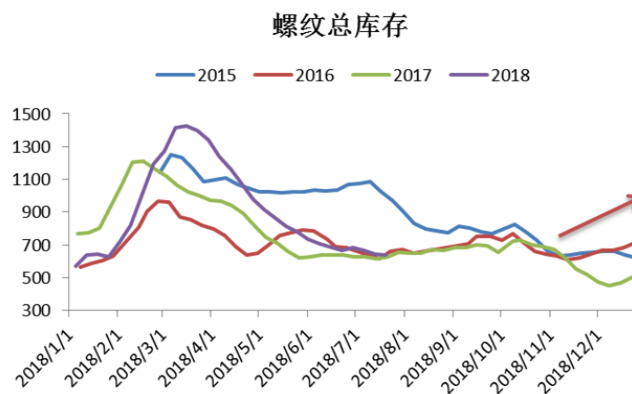
单位: 万吨/周



资料来源: 信达期货研发中心

图 6: 螺纹总库存

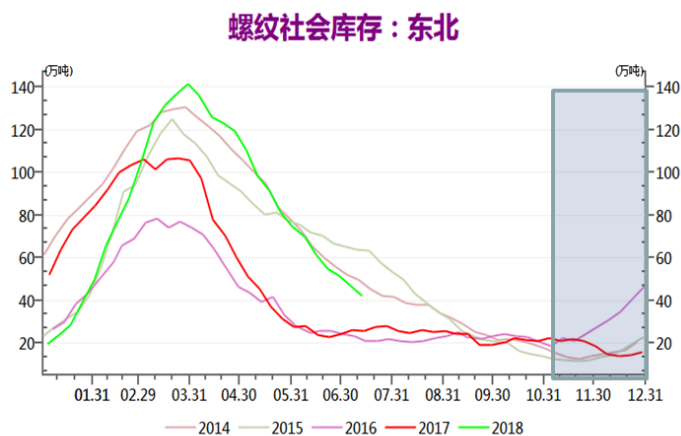
单位: 万吨



资料来源: 信达期货研发中心

图 7: 东北螺纹社会库存

单位: 万吨

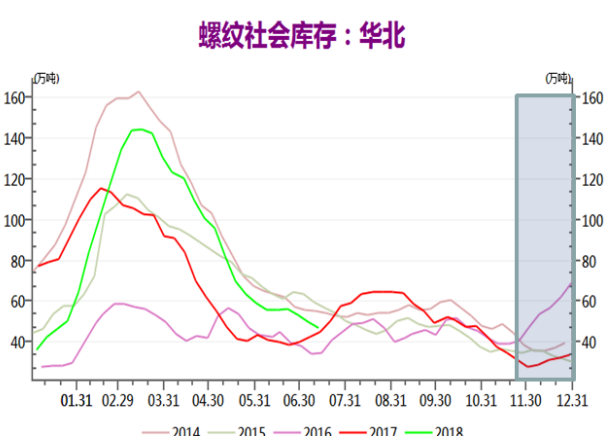


数据来源: Wind

资料来源: wind, 信达期货研发中心

图 8: 华北螺纹社会库存

单位: 万吨



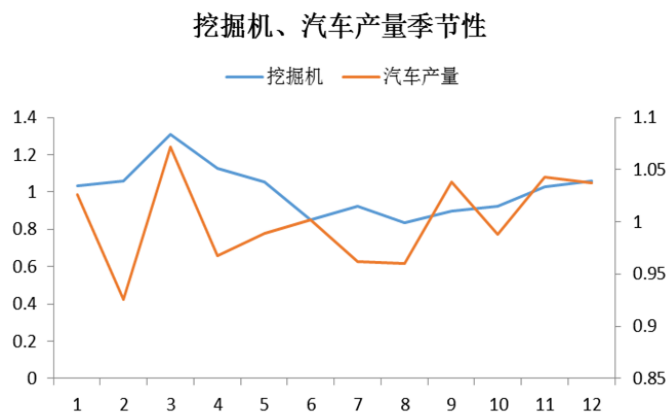
数据来源: Wind

资料来源: wind, 信达期货研发中心

反观热卷, 01 合约往往对应需求的旺季。从汽车、挖掘机的产量季节性来看, 也可以看出二者产量基本上从 8 月份开始逐步回升, 主要是因为临近年底, 由于销售折扣等汽车产销量往往会走高, 导致热卷的需求在年底表现不错。从我们监测的热轧总库存来说, 临近年底热轧也处于一个去库过程, 表明整体供需向好。那么北方地区的天气转冷在影响螺纹需求的同时会影响热卷需求吗? 从东北和华北的热卷库存我们可以看出, 东北、华北地区热卷社库在年底基本上也处于下滑之中, 少数年份的积累也不像螺纹那样明显。

跟踪指标：螺纹、热卷库存变动，汽车产销量增速、挖掘机产销量增速

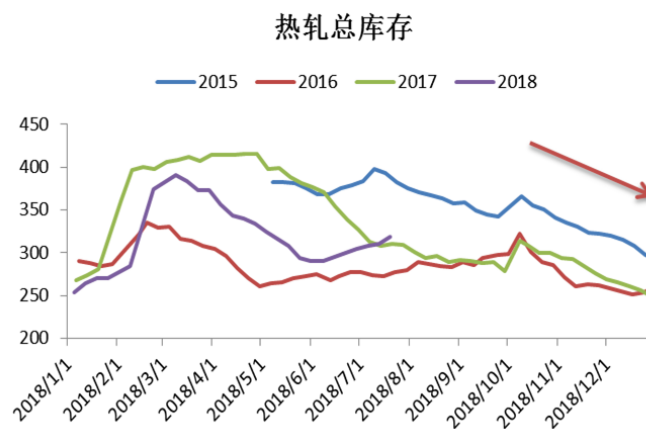
图 9：挖掘机、汽车产量的季节性



资料来源：信达期货研发中心

图 10：热轧总库存

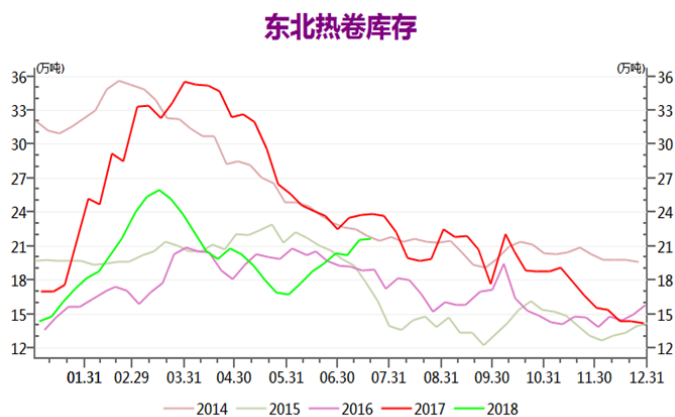
单位：万吨



资料来源：信达期货研发中心

图 11：东北热卷库存

单位：万吨

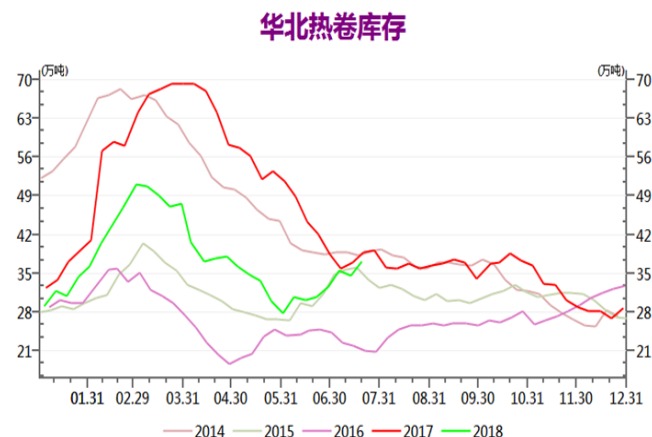


数据来源：Wind

资料来源：wind, 信达期货研发中心

图 12：华北热卷库存

单位：万吨



数据来源：Wind

资料来源：wind, 信达期货研发中心

## 2. 卷螺成本差异，铁水转移有助于卷螺价差修复

由于热卷在生产设备上的投资较螺纹设备的投资更高，导致热卷的生产成本会比螺纹高出接近 200 元/吨，一旦卷螺的价差打到一定程度，生产热卷的铁水开始变得不经济，钢企会转向更多的生产螺纹，从而导致热卷产量下滑而螺纹产量上升，借此来修复卷螺价差到合理位置，但高利润背景下钢厂对卷螺的成

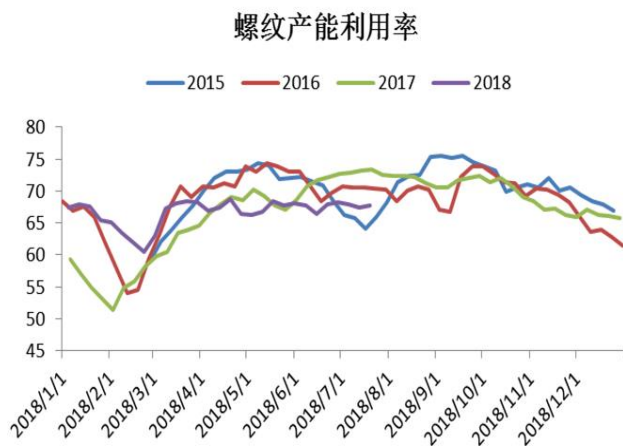
本差异可能变得不敏感，可能导致卷螺的修复过程会更加漫长。

该逻辑最为核心的关键在，一旦价差打到一定程度，是不是会存在铁水转移的空间。那么我们从螺纹钢和热卷的产能利用率来观察，目前螺纹产能利用率在70%以下，处于同期一个低位，而热卷产能利用率接近90%，处于同期高位，鉴于这种情况，我们认为后续铁水存在转移空间，螺纹产能利用率可能存在10%左右的提升空间。

跟踪指标：螺纹、热卷的产能利用率

图 13：唐山高炉开工率&产能利用率

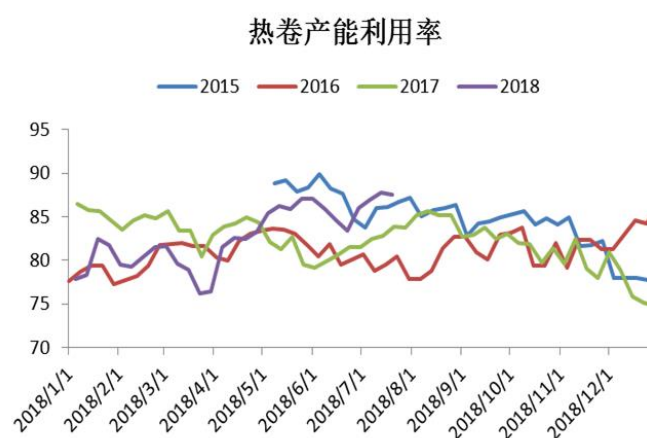
单位：%



资料来源：信达期货研发中心

图 14：河北省建材产能与卷板产能

单位：万吨



资料来源：信达期货研发中心

## 四、安全边际

### 1. 热卷贴水历年同比大于螺纹

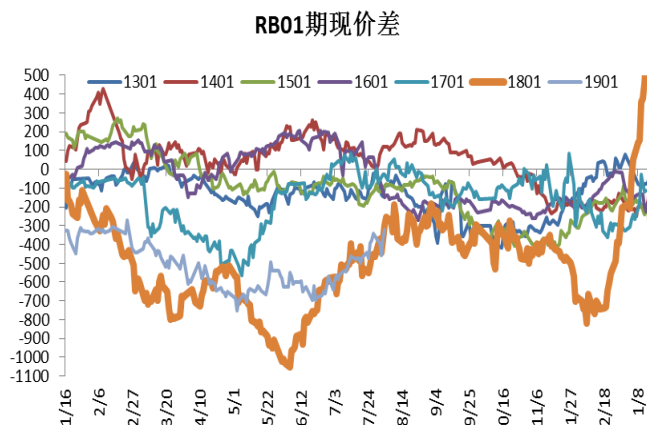
从螺纹钢和热卷的01升贴水来看，目前01螺纹贴水现货320元/吨，贴水6.72%，处于历史相对低位。而热卷贴水现货176元/吨，贴水幅度3.64%，处于历史新低位置。首先从对冲角度来看，多卷空螺可以对冲一部分螺纹贴水过大的风险，然后从历史同期的贴水来看，我们认为随着交割月的临近，热卷期现回归的动力要强于螺纹，在这种情况下我们认为螺纹和热卷目前的升贴水，提供了一定的安全边际。

图 15：唐山高炉开工率&产能利用率

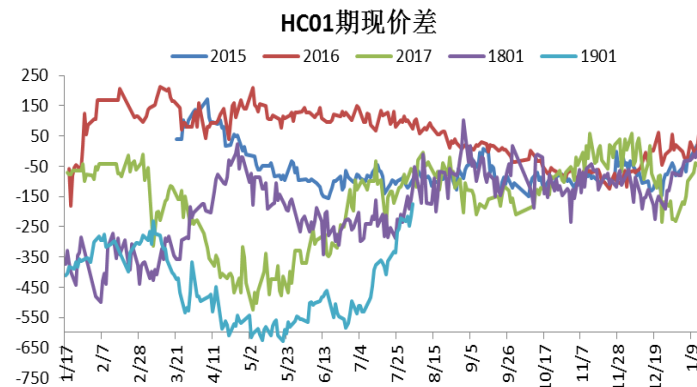
单位：%

图 16：河北省建材产能与卷板产能

单位：万吨



资料来源：信达期货研发中心



资料来源：信达期货研发中心

## 2. 统计角度来看

我们统计了期货卷螺价差的分布直方图和累积分布图，图中我们可以看出 01 卷螺价差被打到以下的概率大概在 10%以下，当这样的情况发生时，我们认为 0 的入场位置相对较为安全，而打到-50 以下的概率小于 5%，我们认为-50 止损也相对较为合理。

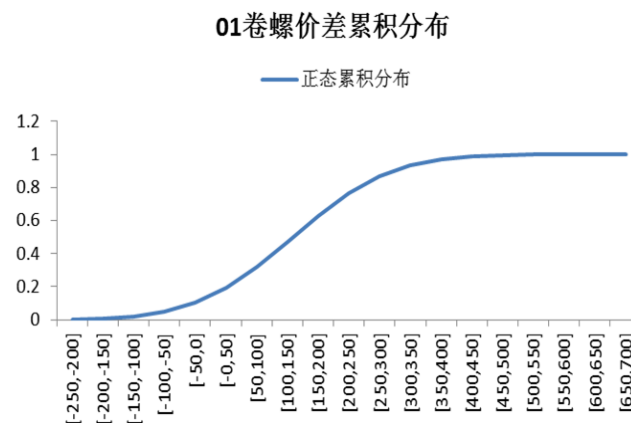
图 17: 01 卷螺基差直方图

单位：次



资料来源：信达期货研发中心

图 18: 01 卷螺价差累积分布



资料来源：信达期货研发中心

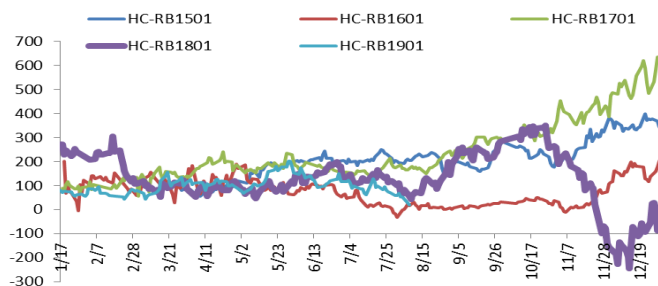
## 五、策略回溯

从卷螺价差的季节性表现来看，我们看到 1501/1601/1701 都表现出较为明显的季节性走高的特点，符合卷螺价差季节性逻辑，但是我们看到 1801 卷螺价差在 2017 年底出现较为明显的异常，这里对该段异

常进行回溯。

图 19: 01 历年卷螺价差走势图

单位: 元/吨



资料来源: 信达期货研发中心

图 20: 1801 和 1901 卷螺价差走势对比

单位: 元/吨



资料来源: 信达期货研发中心

图 21: 2017 年下半年环保事件梳理

2017年下半年重要环保事件梳理	
日期	环保行动
8.5	河北省重污染天气应对及采暖季错峰生产专项实施方案, 钢铁企业实施分类管理, 按照污染排放绩效水平, 各市(含辛集市)制定错峰生产方案; 石家庄、唐山、邯郸等重点地区, 采暖季钢铁产能限产50%。
8.24	《京津冀及周边地区2017-2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》石家庄、唐山、邯郸、安阳等重点城市, 采暖季钢铁产能限产50%
10.27	钢铁企业限产比例与污染排放绩效分值挂钩, 列为绿色区即分值大于60分的企业, 采暖季限产比例不超过43%; 列为红色区即分值小于40分的企业, 采暖季限产比例在75%左右; 列为黄色区即分值在40-60分区间的企业, 按照50%左右的比例。

资料来源: 信达期货研发中心

图 22: 各年螺纹、热轧产量库存回溯

单位: 万吨

各年粉螺纹、热轧产量, 库存变化	8	9	10	11	12
2017年螺纹月度产量	-0.32%	-1.77%	-1.89%	-5.91%	2.88%
2017螺纹总库存变化	3.90%	-3.60%	5.20%	-31.56%	12.40%
2017热卷月度产量变化(按产量最大的中厚宽钢带计)	4.70%	-9.76%	5.80%	-9.91%	-0.14%
2017热卷总库存变化	-5.40%	-4.40%	7.20%	-10%	-7.30%
2016年螺纹月度产量	-0.09%	-1.65%	4.77%	-4.22%	-4.36%
2016螺纹总库存变化	2.90%	6.27%	-11.20%	-0.17%	15.20%
2016热卷月度产量变化(按产量最大的中厚宽钢带计)	8.53%	-4.03%	6.15%	-6.85%	8.34%
2016热卷总库存变化	1.30%	5.50%	-4.60%	-9.40%	0.37%
2015年螺纹月度产量	6.11%	1.72%	-0.31%	-2.80%	1.64%
2015螺纹总库存变化	-14.50%	-0.30%	-13.80%	-1.10%	-10.30%
2015热卷月度产量变化(按产量最大的中厚宽钢带计)	3.10%	-3.57%	4.62%	-6.46%	0.17%
2015热卷总库存变化	-4.80%	-4.30%	-0.38%	-5.60%	-8.70%

资料来源: 信达期货研发中心

首先引起 1801 卷螺价差提前启动的原因在采暖季环保限产上。从环保角度来回溯的话, 8 月份开始有河北等地限产 50% 的消息出来, 到 24 号正式出台了京津冀及周边地区采暖季限产 50% 的文件, 文件出台后, 因为京津冀及周边地区的热卷产能占全国比例大于螺纹产能占比, 市场预期这个限产比例如果“一刀切”, 无疑将对热卷产量造成更大的影响, 因此当时市场开始走这个逻辑, 卷螺价差快速拉高到 350 左右。随着时间的推移, 各地采暖季限产的方案纷纷出台, 其中最重要的钢铁重镇——唐山的限产方案在 10 月 27 号左右发布, 但是唐山的限产文件并没有如市场预期的“一刀切”, 而是采取了红黄蓝三种分级, 对环保设施比较好的钢企限产比例相对较小, 而生产热卷的往往是大型钢企, 因此市场预期对热卷产量的影



响程度将会缩小，这种情况下，11月份开始1801卷螺价差开始了较为明显的回落。整个市场逻辑经历了预期“一刀切”——“分级限产”这样一个预期修复过程。

但是同时我们看到1801卷螺价差在11月中下旬一度被打到-200左右，这绝非单纯的预期修复所致，因此我们继续对其进行回溯发现从总的库存来看，2017年11月份螺纹库存出现了意外的大幅去库过程。总库存下降幅度达到30%左右，而16/15年下降分别为0.17%和1.1%。究其原因，我们认为当时虽然北方地区天气转冷工地施工停滞，但是南方工地由于一波赶工导致螺纹需求逆势上扬，当时上海螺纹现货价格也一度碰到5000元/吨左右。而热卷的库存保持了相对稳定的去库幅度，虽然有一定增长，但是相较螺纹来说并不突出，这就是造成卷螺价差超预期回落的原因。那么这个因素在2018年会再次出现吗？我们认为今年工地赶工时间更早，导致螺纹需求淡季不淡，这种情况下我们认为后续工地赶工的力度会小于去年同期，去年11月螺纹的大幅去库很难重现。

## 六、入场情形

在入场位置上，我们预设了两种情形，第一种情形是01卷螺价差绝对价格打到0，而一旦绝对价格不能达到0，那么预设了第二种情形，即：热卷和螺纹的总库存出现分叉，螺纹开始累库，热卷开始去库的时候，做多01卷螺价差也可以入场。根据我们对螺纹和热卷供需面的跟踪来看，螺纹的周度产量目前已经连续两周回升，而热卷周度产量连续两周回落。根据我们预估，螺纹后续供需转弱，总库存可能累积80万吨，到8月末螺纹总库存可能到700万吨左右；而热卷在8月供需转好，总库存将进入去库，去库幅度约在20万吨左右，8月底库存可能在290万吨左右。

图 23: 螺纹每周需求产量

单位: 万吨

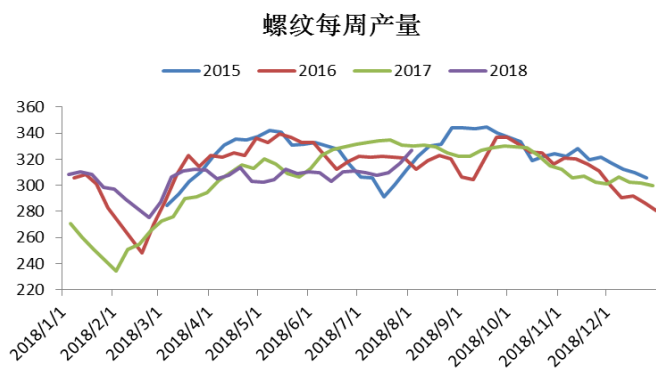
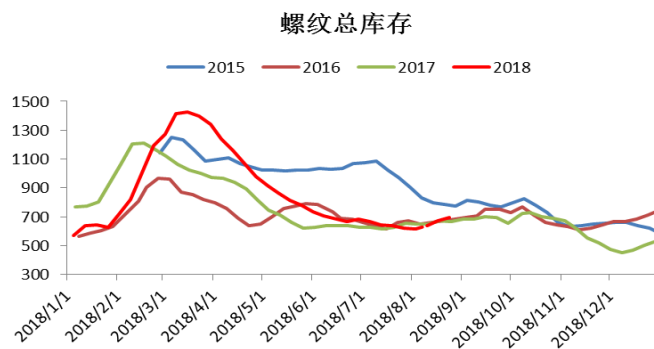


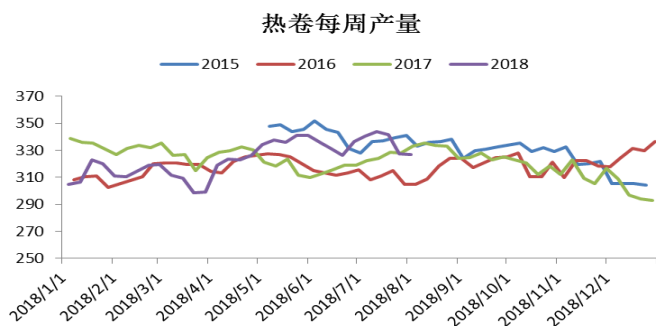
图 24: 螺纹总库存 8 月份预估



资料来源：信达期货研发中心

图 25：热卷每周产量

单位：万吨

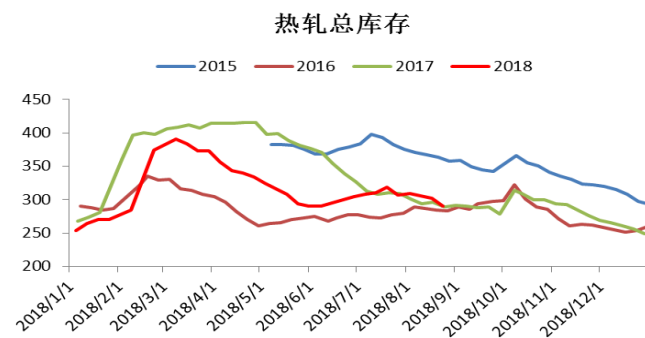


资料来源：信达期货研发中心

资料来源：信达期货研发中心

图 26：热轧总库存预估

单位：万吨



资料来源：信达期货研发中心

## 七、风险因素及应对

### 1. 风险因素分析

- A. 中美贸易战导致热卷出口、家电产品等出现较大下滑
- B. 环保导致螺纹产量收缩大与热卷
- C. 热卷产能投放超预期

### 2. 风险应对

A. 如果贸易战对热卷下游需求造成较大影响，导致需求走弱，而房地产如果依然坚挺导致卷螺价差走低，季节性需求差异减弱，建议出清头寸。（跟踪卷板出口、家电、汽车等出口）

B. 一般来说，螺纹的供给弹性大于热卷，而且生产热卷的钢企大多环保设备较好，而生产螺纹的钢企环保设备相对较差，因此一旦后续环保趋严，分类实行限产严格执行的话，对螺纹产量的收缩大于热卷，可能导致卷螺价差走低，但具体采暖季限产要到 10 月份。如果彼时卷螺价差已经向上脱离成本位，可以提前止盈或者降低目标位。

C. 根据我的钢铁数据统计，今年热卷产能新增达到 2920 万吨左右，上半年已经投产约 1100 万吨，下半年仍有约 1800 万吨产能投放，而螺纹端短流程电炉产能投放约在 1000 万吨左右。这种情况下，如果一旦热卷产量增长超预期，将对做多 01 卷螺价差不利，但亦要观察热卷需求端的增长情况，在应对上可以密切关注热卷产量、需求增长情况，可适当调整目标位。

## 公司简介

信达期货有限公司是专营国内期货经纪业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会批准成立，核发《期货经纪业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（注册号 330000000014832），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 5 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货经纪公司之一。公司全新改版后的新网站 [www.cindaqh.com](http://www.cindaqh.com) 将以更快捷、更丰富的信息竭诚为您的交易提供最优的服务。

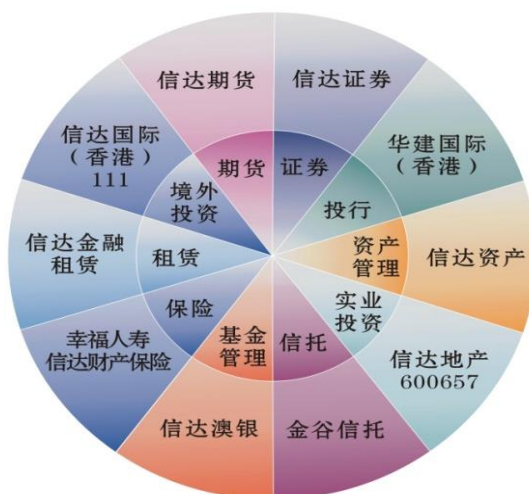
公司总部设在杭州，下设 18 家分支机构：包括深圳、金华、台州 3 家分公司，以及上海、北京、广州、大连、沈阳、哈尔滨、石家庄、乐清、富阳、温州、宁波、绍兴、临安、萧山、余杭 15 家营业部，公司将合理的地域布局和快捷的网络系统竭诚为各地期货投资者服务。

## 雄厚金融央企背景

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司是经国务院批准，由财政部采取独家发起的方式，将原中国信达资产管理公司整体改制而成立，注册资本 362.57 亿元人民币。

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司的前身是中国信达资产管理公司，成立于 1999 年 4 月 19 日，是经国务院批准，为化解金融风险，支持国企改革，由财政部独家出资 100 亿元注册成立的第一家金融资产管理公司。2010 年 6 月，在大型金融资产管理公司中，中国信达率先进行股份制改造，2012 年 4 月，首家引进战略投资者，注册资本 365.57 亿元人民币。2013 年 12 月 12 日，中国信达在香港联交所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。

### 信达资产拥有全牌照金融服务平台



## 全国分支机构

- 金华分公司 浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810 (咨询电话: 0579-82300876)
- 台州分公司 台州市路桥区银安街 679 号耀江广场商务楼 501-510 室 (咨询电话: 0576-82921160)
- 深圳分公司 深圳市福田区福田街道福安社区民田路 171 号新华保险大厦 2305A (咨询电话: 0755-83739066)
- 北京营业部 北京市朝阳区和平街东土城路 12 号院 3 号楼怡和阳光大厦 C 座 1606 室 (咨询电话: 010-64101771)
- 上海营业部 上海市静安区北京西路 1399 号信达大厦 11 楼 E 座 (咨询电话: 021-58307723)
- 广州营业部 广州市天河区体育西路 189 号 20A2 (咨询电话: 020-89814589)
- 沈阳营业部 沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层 (咨询电话: 024-31061955)
- 哈尔滨营业部 黑龙江省哈尔滨南岗集中区长江路 157 号欧倍德中心 4 层 18 号 (咨询电话: 0451-87222486)
- 石家庄营业部 河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层 (咨询电话: 0311-89691960)
- 大连营业部 辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2408 房间  
(咨询电话: 0411-84807776)
- 乐清营业部 温州市乐清市双雁路 432 号七楼 (咨询电话: 0577-27868777)
- 富阳营业部 浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室 (咨询电话: 0571-23255888)
- 温州营业部 浙江省温州市鹿城区锦绣路 1067 号置信中心 1 幢 616 室 (咨询电话: 0577-88128810)
- 宁波营业部 宁波市江东区姚隘路 792 号东城国际 212-217 室 (咨询电话: 0574-28839988)
- 绍兴营业部 绍兴市凤林西路 300 号环宇大厦 1402、1403 (咨询电话: 0575-88122652)
- 临安营业部 浙江省临安市钱王大街 392 号钱王商务大厦 8 楼 (咨询电话: 0571-63708180)
- 萧山营业部 浙江省杭州市萧山区北干街道金城路 358 号蓝爵国际中心 5 幢 3903-2 室(咨询电话: 0571-82752636)
- 余杭营业部 浙江省杭州市余杭区南苑街道永安大厦 1702-2 室 (咨询电话: 0571-88797516)

## 重要声明

报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。

客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

期市有风险，入市需谨慎。